

中航光电 (002179): 限制性股票绑定管理层利益, 公司未来将更注重盈利质量

2019年11月19日

强烈推荐/维持

中航光电 公司报告

报告摘要:

【事件】

中航光电将向 1215 名选定参与人授予总计 3206.5 万股限制性股票, 占中航光电已发行股本约 2.9963%, 限制性股票授予价格为 23.43 元/股。

【投资要点】

1.对比两次限制性股票激励计划, 此次参与人数更多、规模更大。此次限制性股票激励计划(第二期)激励对象为公司部分董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员及子公司高级管理人员和核心骨干, **合计 1215 人**, 授予 3,206.5 万股股票, 约占本激励计划签署时公司股本总额 10.70 亿股的 2.9963%, 授予价格为 23.43 元/股。

限制性股票激励计划(第一期)(2017年1月授予)激励对象为公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员及子公司高级管理人员和核心骨干, **合计 266 人**, 授予 600.10 万股股票, 约占彼时激励计划签署时公司股本总额 6.03 亿股的 0.9960%, 授予价格为 28.19 元/股。

中层以上管理人员、核心技术人员和子公司高级管理人员和核心骨干大范围参与有利于绑定管理层利益。

2.此次限制性股票解锁条件更加注重盈利质量考核, 公司有望超额完成解锁条件。从公告可知, 此次限制性股票激励计划(第二期)省去了对于营业收入增长和营业利润率的考核指标, **转而增加了对于扣非归母净利润增速的考核指标, 我们认为这是公司未来将更注重盈利质量和效益的考核。**

同时第一期限制性股票考核条件为 ROE、营收和营业利润率不低于同行业平均水平, 而第二期限制性股票考核条件为不低于**对标企业 75 分位**, 这 21 家对标企业包括泰科、安费诺、航天电器等中外连接器龙头企业, **我们计算了这 21 家企业 2018 年扣非后归母净利润增速的 75 分位水平约为 17.75% 的增长, 对标企业 75 分位的设定也显示出公司对于未来高速增长的信心。**

财务指标预测

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6,361.81 | 7,816.02 | 9,693.34 | 12,084.6 | 14,554.3 |
| 增长率(%) | 8.66% | 22.86% | 24.02% | 24.67% | 20.44% |
| 归母净利润(百万元) | 866.37 | 1,009.52 | 1,226.69 | 1,595.65 | 1,940.53 |
| 增长率(%) | 11.58% | 16.52% | 21.51% | 30.08% | 21.61% |
| 净资产收益率(%) | 16.88% | 15.77% | 14.71% | 16.68% | 17.48% |
| 每股收益(元) | 1.05 | 1.22 | 1.13 | 1.48 | 1.80 |
| PE | 36.52 | 31.60 | 34.15 | 26.04 | 21.32 |
| PB | 6.22 | 5.03 | 5.03 | 4.34 | 3.73 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是中航工业旗下专业为军工防务及高端制造领域提供互连技术解决方案的高科技企业。公司产品广泛应用于航空航天和军事领域、通讯网络与数据中心、轨道交通、新能源汽车、电力、石油装备、医疗设备以及智能装备等民用高端制造领域。

未来 3-6 个月重大事项提示:

交易数据

| | |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间(元) | 38.67-39.85 |
| 总市值(亿元) | 413.83 |
| 流通市值(亿元) | 410.82 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 107016/106238 |
| 流通 B 股/H 股(万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 0.76 |

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

首席分析师: 陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

分析师: 王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518010001

研究助理: 朱雨时

公司第一期限制性股票首次解锁日为 2019 年 1 月 19 日，公司 2017 年度扣除非经常性损益后净资产收益率为 17.24%，公司 2015-2017 年度营业收入的复合增长率为 15.99%，公司 2017 年度营业利润率为 15.22%，三项指标公司均超额完成，我们认为第二期限制性股票公司仍有望超额完成解锁条件。

表 1：限制性股票激励计划（第一期）激励对象

| 姓名 | 职务 | 获授的限制性股票的份额(万股) | 占授予总量的比例 | 占目前总股本的比例 |
|---|-----------------|-----------------|----------|-----------|
| 郭泽义 | 董事长、总经理 | 11.5 | 1.91% | 0.0191% |
| 赵勇 | 党委书记兼副总经理 | 11.0 | 1.83% | 0.0183% |
| 陈学永 | 总工程师 | 10.5 | 1.74% | 0.0174% |
| 陈戈 | 副总经理 | 10.5 | 1.74% | 0.0174% |
| 李森 | 副总经理 | 10.5 | 1.74% | 0.0174% |
| 刘阳 | 副总经理、财务总监兼董事会秘书 | 10.0 | 1.66% | 0.0166% |
| 王艳阳 | 副总经理 | 10.0 | 1.66% | 0.0166% |
| 张新波 | 副总经理 | 9.5 | 1.58% | 0.0158% |
| 中层以上管理人员、核心技术（业务）人员、子公司高级管理人员和核心骨干共 257 人 | | 519.0 | 86.14% | 0.8614% |
| 合计（265 人） | | 602.5 | 100.00% | 1.0000% |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：限制性股票激励计划（第二期）激励对象

| 姓名 | 职务 | 获授的限制性股票的份额（万股） | 占授予总量的比例 | 占目前总股本的比例 |
|---|-----------------|-----------------|----------|-----------|
| 郭泽义 | 董事长、党委书记 | 11.5 | 0.36% | 0.0107% |
| 赵勇 | 总经理 | 11.5 | 0.36% | 0.0107% |
| 陈学永 | 总工程师 | 9.5 | 0.30% | 0.0089% |
| 陈戈 | 副总经理 | 9.5 | 0.30% | 0.0089% |
| 李森 | 副总经理 | 9.5 | 0.30% | 0.0089% |
| 刘阳 | 副总经理、财务总监兼董事会秘书 | 9.5 | 0.30% | 0.0089% |
| 王艳阳 | 副总经理 | 9.5 | 0.30% | 0.0089% |
| 曹贺伟 | 副总经理 | 9.5 | 0.30% | 0.0089% |
| 张新波 | 总法律顾问 | 9.5 | 0.30% | 0.0089% |
| 韩丰 | 副总经理 | 9.5 | 0.30% | 0.0089% |
| 中层以上管理人员、核心技术（业务）人员、子公司高级管理人员、中层以上管理人员和核心骨干共 1205 人 | | 3,107.50 | 96.91% | 2.9038% |
| 合计（1215 人） | | 3,206.50 | 100.00% | 2.9963% |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3：限制性股票激励计划（第一期）解锁条件

| | |
|-------|---|
| 第一解锁期 | 可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.00%； 可解锁日前三个财务年度营业收入复合增长率不低于 15.00%； 可解锁日前一财务年度营业利润率不低于 12.20%； 且三个指标均不低于同行业平均水平。 |
| 第二解锁期 | 可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.30%； 可解锁日前三个财务年度营业收入复合增长率不低于 15.00%； 可解锁日前一财务年度营业利润率不低于 12.20%； 且三个指标均不低于同行业平均水平。 |
| 第三解锁期 | 可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.60%； 可解锁日前三个财务年度营业收入复合增长率不低于 15.00%； 可解锁日前一财务年度营业利润率不低于 12.20%； 且三个指标均不低于同行业平均水平。 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 4：限制性股票激励计划（第二期）解锁条件

| | |
|--------------|---|
| 第一、第二、第三 解锁期 | 可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于13.60%，且不低于对标企业75分位值；可解锁日前一财务年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较2018年度复合增长率均不低于10.00%，且不低于对标企业75分位值；可解锁日前一财务年度EVA（经济增加值）指标完成情况达到航空工业下达的考核目标，且 Δ EVA大于0。 |
|--------------|---|

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.股本适度增加，产生管理费用

根据公告，激励计划的股票来源包括但不限于公司按照相关法律法规规定从二级市场回购的本公司股票或公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股。假设公司拟授予激励对象的股票均为定向发行公司股票，不考虑出现公司回购注销限制性股票的情况。按照限制性股票授予价格为 23.43 元/股计算，授予对象全部购买限制性股票后，公司将收到 7.51 亿元的现金，股东权益增加 7.51 亿元，其中股本增加 306.5 万元、资本公积增加 7.19 亿元。

假设本激励计划限制性股票授予日的公允价值为本激励计划草案公告前 1 日的交易均价 38.78 元/股，实施本激励计划公司应确认的管理费用预计为 $3206.5 \times (38.78 - 23.43) = 4.92$ 亿元。该管理费用应于授予日至全部限制性股票解锁完成日内计入损益，即上述 4.92 亿元将在 48 个月内摊销，会影响公司净利润。2019 年度的摊销额为 340.87 万元，**占我们预测 2019 年归母净利润比重的 0.30%**。从公告可知 2020 年公司管理费用摊销较大，公司在管理费用如此大的背景下依然设定扣非归母净利润超过 10% 的增速且不低于对标 75 分位，显示公司未来经营性净利润增速或显著超预期。

表 5：摊销金额测算

| 年度 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------|---------|-------------|------------|-----------|-----------|
| 摊销金额 | 340.868 | 177,773.808 | 17,616.484 | 9,465.629 | 4,022.986 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4、投资建议

短期压制股价因素已经释放。

我们认为随着限制性股票激励计划的推出，此前压制公司股价的短期不确定因素将得到有效释放，站在当前时点，随着军工行业和5G业务景气度抬升，公司未来数年保持业绩高增确定性较强，同时作为军工行业中为数不多的核心资产，公司依然会凭借优异的赛道和行业地位享有一定的估值溢价。不考虑此次限制性股票激励计划，我们预测公司2019年~2021年EPS分别为1.13元、1.48元、1.80元，对应11月18日收盘价PE分别为34X、26X、21X，维持“强烈推荐”评级。

5、风险提示：

武器装备交付进度低于预期，增值税影响高于预期，军品定价改革影响高于预期。

附表: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | 单位: 百万元 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产合计 | 7826 | 10832 | 13843 | 16171 | 19027 | 营业收入 | 6362 | 7816 | 9693 | 12085 | 14554 |
| 货币资金 | 1648 | 2700 | 2930 | 3272 | 2927 | 营业成本 | 4133 | 5271 | 6562 | 8302 | 9897 |
| 应收账款 | 2918 | 3676 | 4503 | 5649 | 6782 | 营业税金及附加 | 34 | 32 | 52 | 57 | 73 |
| 其他应收款 | 39 | 42 | 53 | 66 | 79 | 营业费用 | 299 | 360 | 455 | 567 | 717 |
| 预付款项 | 55 | 48 | 114 | 197 | 296 | 管理费用 | 856 | 418 | 1212 | 1329 | 1674 |
| 存货 | 1338 | 1965 | 2124 | 2502 | 3093 | 财务费用 | 80 | -5 | 33 | 36 | 21 |
| 其他流动资产 | 37 | 77 | 137 | 208 | 284 | 资产减值损失 | 75.25 | 38.91 | 55.05 | 55.05 | 55.05 |
| 非流动资产合计 | 2204 | 2454 | 2790 | 2972 | 2937 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 100 | 119 | 119 | 119 | 119 | 投资净收益 | 34.36 | 31.47 | 31.47 | 31.47 | 31.47 |
| 固定资产 | 1413.74 | 1381.24 | 1989.48 | 2179.47 | 1944.46 | 营业利润 | 968 | 1100 | 1356 | 1770 | 2149 |
| 无形资产 | 205 | 187 | 291 | 285 | 280 | 营业外收入 | 13.77 | 39.32 | 35.93 | 29.68 | 34.98 |
| 其他非流动资产 | 65 | 77 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 5.71 | 21.89 | 10.71 | 12.77 | 15.12 |
| 资产总计 | 10030 | 13286 | 16633 | 19142 | 21965 | 利润总额 | 976 | 1117 | 1382 | 1787 | 2169 |
| 流动负债合计 | 4280 | 5554 | 6821 | 7226 | 8463 | 所得税 | 110 | 108 | 155 | 191 | 228 |
| 短期借款 | 531 | 1140 | 1573 | 0 | 499 | 净利润 | 866 | 1010 | 1227 | 1596 | 1941 |
| 应付账款 | 1611 | 2528 | 2814 | 4549 | 4833 | 少数股东损益 | 41 | 56 | 47 | 48 | 50 |
| 预收款项 | 65 | 0 | -39 | -87 | -145 | 归属母公司净利润 | 825 | 954 | 1180 | 1548 | 1891 |
| 一年内到期的非流 | 500 | 181 | 181 | 181 | 181 | EBITDA | 1390 | 1427 | 1604 | 2070 | 2433 |
| 非流动负债合计 | 322 | 1161 | 936 | 1736 | 1736 | EPS (元) | 1.05 | 1.22 | 1.13 | 1.48 | 1.80 |
| 长期借款 | 181 | 3 | 803 | 1603 | 1603 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 1032 | 0 | 0 | 0 | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 负债合计 | 4602 | 6715 | 7757 | 8961 | 10198 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 539 | 524 | 571 | 618 | 668 | 营业收入增长 | 8.66% | 22.86% | 24.02% | 24.67% | 20.44% |
| 实收资本(或股本) | 791 | 791 | 1049 | 1049 | 1049 | 营业利润增长 | 15.35% | 13.57% | 23.33% | 30.50% | 21.40% |
| 资本公积 | 973 | 1001 | 1879 | 1879 | 1879 | 归属于母公司净利润 | -4.76% | 15.56% | 23.74% | 31.16% | 22.14% |
| 未分配利润 | 2452 | 3122 | 2866 | 2505 | 2079 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 4890 | 6047 | 8021 | 9278 | 10814 | 毛利率(%) | 35.04% | 32.56% | 32.30% | 31.30% | 32.00% |
| 负债和所有者权益 | 10030 | 13286 | 16633 | 19142 | 21965 | 净利率(%) | 13.62% | 12.92% | 12.65% | 13.20% | 13.33% |
| 现金流量表 | 单位: 百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 2.91% | 8.23% | 7.18% | 7.10% | 8.09% |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | ROE(%) | 16.88% | 15.77% | 14.71% | 16.68% | 17.48% |
| 经营活动现金流 | 480 | 23 | -462 | 1937 | -190 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 866 | 1010 | 1227 | 1596 | 1941 | 资产负债率(%) | 46% | 51% | 47% | 47% | 46% |
| 折旧摊销 | 341.39 | 333.19 | 0.00 | 235.01 | 235.01 | 流动比率 | 1.83 | 1.95 | 2.03 | 2.24 | 2.25 |
| 财务费用 | 80 | -5 | 33 | 36 | 21 | 速动比率 | 1.52 | 1.60 | 1.72 | 1.89 | 1.88 |
| 应付账款的变化 | 0 | 0 | -826 | -1146 | -1133 | 营运能力 | | | | | |
| 预收账款的变化 | 0 | 0 | -39 | -48 | -58 | 总资产周转率 | 0.69 | 0.67 | 0.65 | 0.68 | 0.71 |
| 投资活动现金流 | -287 | -260 | -574 | -495 | -278 | 应收账款周转率 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 4.29 | 3.78 | 3.63 | 3.28 | 3.10 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 34 | 31 | 31 | 31 | 31 | 每股收益(最新摊薄) | 1.05 | 1.22 | 1.13 | 1.48 | 1.80 |
| 筹资活动现金流 | 62 | 1243 | 1267 | -1100 | 123 | 每股净现金流(最新) | 0.32 | 1.27 | 0.22 | 0.33 | -0.33 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | -1032 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 6.18 | 7.64 | 7.65 | 8.85 | 10.31 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 800 | 800 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 188 | 0 | 258 | 0 | 0 | P/E | 36.52 | 31.60 | 34.15 | 26.04 | 21.32 |
| 资本公积增加 | -8 | 28 | 878 | 0 | 0 | P/B | 6.22 | 5.03 | 5.03 | 4.34 | 3.73 |
| 现金净增加额 | 255 | 1006 | 230 | 342 | -345 | EV/EBITDA | 21.57 | 21.06 | 24.89 | 18.76 | 16.30 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|------|---|------------|
| 行业 | 连接器行业专题报告：军民用高景气周期带来，产业升级加速 | 2019-05-09 |
| 行业 | 国防军工周报：坚定看好三季度军工行情，建议关注两大主线 | 2019-07-01 |
| 行业 | 国防军工周报：军工迎来配置时点，建议重视行业比较优势 | 2019-07-15 |
| 公司 | 中航光电（002179）事件点评：股价再创新高，半年报有望维持高增长 | 2019-07-29 |
| 公司 | 中航光电（002179）：大牛股的奥秘：上市以来及近两年股价全景式复盘 | 2019-08-20 |
| 公司 | 中航光电（002179）事件点评：转债强制赎回期抛压已逐步释放，关注难得的短期加仓良机 | 2019-09-23 |
| 公司 | 中航光电（002179）事件点评：中航光电还能不能买？ | 2019-10-17 |
| 公司 | 中航光电（002179）季报点评：业绩符合预期，看好全年业绩高增长 | 2019-10-25 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。